



章叶飞先生

毕业于中国人民大学，获经济学硕士学位，6年证券从业经历，2006年8月加入工银瑞信基金管理有限公司，现任工银红利股票型基金基金经理。

2004年3月至2006年8月，任职于红塔证券股份有限公司，历任研究员、投资经理助理等职务。

## 新的经济引擎——制度红利？

近期对市场已经入底部区域的言论逐渐增多，原因也大同小异，无非是估值低了，经济尚好，紧缩政策将逐步退出等。但市场似乎很犹豫，两千五六百点附近的徘徊和极度萎缩的成交量表明了投资者的观望心态。

从政策的角度看，地产调控政策密集出台已近月余，地产公司一线人员逐步倾向认为本次房价调整会通过时间换空间的方式实现，跌一点之后成交量会逐步上来（上周新房销售回升明显），地产股也普遍在5月17号暴跌之后不再跟随市场下跌，走势较为独立。

通胀问题伴随大宗商品价格大幅回落市场普遍预期PPI见顶，近日大家开始普遍预期3季度后CPI见顶回落。欧元区主权债务危机在导致全球金融市场的大幅动荡的同时，也使得短期内市场关注点转向中国政府什么时间以及如何放松紧缩政策。

导致本轮估值下移的几个问题，基本上国内的地产问题，国外的欧债问题；资金面趋紧，都只是暂时缓解而没有根本性变化。缓解的含义是，目前看似好转，变坏的可能随时存在；一个月前市场普遍担心欧债危机会导致出口下滑，判断人民币升值话题因此被搁置了（之前市场一度预期7-8月有可能启动升值相关话题），然而报出了5月出口数据大超预期后，上周末突然启动了放宽人民币波动幅度；同理，如果一两个月内突然加息，会大大出乎市场的意料，但是按我们这个逻辑，其实也不用意外。

如果说2008年市场对金融危机的担忧最终被强大的经济刺激计划推远了，那么2009年大家再次期待通过紧缩政策的放松缓解市场压力时，是否南海本田罢工、富士康员工跳楼等事件又在暗示我们经济增长模式的变革压力比预期来得更早一些。

政策的两难和不断收窄的腾挪空间领导们比我们看得更清楚：温总理 5 月 31 日在东京表示，“我们一直关注三个问题：第一是经济的发展，第二是经济结构调整和发展方式转变，第三是抑制通货膨胀”；李克强副总理在 6 月 1 日出版的第 11 期《求是》杂志上撰文，“当前中国经济结构既面临十分严峻的挑战，又面临新的战略性调整机遇。而要增强中国的持续发展能力，必须把扩大内需当作调整经济结构的首要任务。”党和政府，对前期刺激政策退出和促进经济转型的决心恐怕比市场想象的要坚决一些——从突然重启人民币升值，到今天刚刚出来的 406 个传统行业取消出口退税，都在表明着政府的态度。

再仔细想想，看看最近一系列突发事件暴露着 GDP 高速增长背后的不和谐和难以持续，“新世纪周刊”在其财新观察中指出，“这一系列事件，以放弃生命这一最惨烈和决绝的方式，再次证明了中国现有发展模式的不可持续，低工资、低附加价值之不可恃；证明了珠三角 30 多年的代工文化已过巅峰，走向没落；它呼唤各级政府正视中国工业化和城市化特定阶段出现的问题，合理界定劳资权利，倾听新一代农民工的正当诉求，切实提高工人的待遇和权益”。转型之路将漫长而痛苦，旧有的路径无法依赖，而改革首先面对的是现有利益格局的坚冰，过程将比我们曾经预期的更加艰难、曲折、不确定。

那么转型过程中我们能期盼什么？如果之前依靠出口和地产的增长模式（实质上是工业化和城市化推进，内生的动力来自于人口红利，人口红利推动工业化进而城市化）不可持续，人口红利慢慢下降之后我们就没有新的引擎了吗？我想其实还有一个红利，制度红利。

2005 年的“非公经济 36 条”出台后国务院出台了四个配套文件，中央各部委发布了 38 个配套文件，并未完全破除民营经济发展面临的制度性障碍，此次“新 36 条”涉及六大领域的 18 个行业，预计各部委及地方也将陆续出台配套措施，是否仍会为民间资本设置不合理的准入门槛，再次考验相关政府部门的改革力度。年内一个重要的观察点是预热中的十二五规划：比如地产行业探讨中的“两个改变”，目前正在全国多个省份调研的收入分配改革等等。毕竟调结构的力度将与政治、经济不稳定的程度成正比。

但是要制度红利需要外生性的变量的推动。没到生死存亡关头似乎很难说服既得利益阶层放弃自己的利益——能从前序的改革中获得既得利益的，本身又是社会的强势群体；会怎样呢？拭目以待吧，路漫漫其修远兮……

## 重要提示：

提示：本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的产品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。



公司地址：北京市西城区金融大街丙 17 号北京银行大厦 8 层

邮政编码：100140

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：[www.icbccs.com.cn](http://www.icbccs.com.cn)